

삼성생명

(032830)

박혜진

hyejin.park@daishin.com

투자이견

매수, 유지

6개월

목표주가

125,000

유지

현재주가

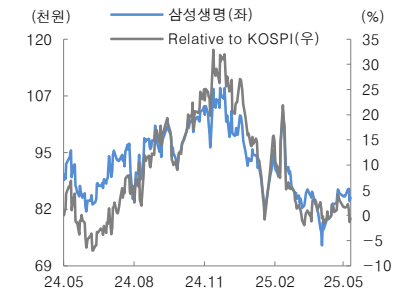
(25.05.16)

84,300

보험업종

KOSPI	2,626.87
시가총액	16,860십억원
시가총액비중	0.79%
자본금(보통주)	100십억원
52주 최고/최저	109,000원 / 73,600원
120일 평균거래대금	239억원
외국인지분율	21.76%
주요주주	삼성물산 외 8 인 44.14% 신세계 외 1 인 8.07%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.8	-12.7	-13.6	-11.3
상대수익률	-1.5	-13.9	-20.5	-7.0



양호한 시작, 배당정책만 수립되면 주가 회복 전망

- 1분기 순이익 당사 추정 및 컨센서스 상회하는 양호한 실적 기록
- 자회사 배당금 증가 및 보험이익 증가, 신계약 CSM은 감소
- 주가 하락은 지난 4분기 어닝쇼크와 배당정책 부재에 기인, 회복 예상

투자이견 매수, 목표주가 125,000원 유지

자본정책이 확정되지 않아 지난 4분기 실적발표 이후 주가는 줄곧 하락. '24년과 같은 급작스런 CSM조정에 따른 이익 감소가 없다면 '25년 연간 이익은 2,44조원으로 '24년 대비 +15.9% 증가 예상. 동사의 밸류업 공시가 이뤄지는 배경을 추정해본다면, 배당금 수익 기여 가장 큰 삼성전자의 자본정책을 포함한 밸류업 공시가 이뤄져야 동사 역시 총 환원율에 대한 전략을 수립할 수 있을 것으로 고려됨. 따라서 견조한 펀더멘탈이 유지되고 밸류업 공시를 안할 것도 아니고 시기가 늦춰지는 것이기 때문에 자본정책 발표되면 주가는 다시 상승할 수 있을 것으로 전망. 따라서 우리는 기존의 투자이견과 목표주가를 유지

1Q25 연결기준 순이익 6,353억원(QoQ +882%, YoY +2.1%) 기록

1분기 순이익은 컨센서스와 당사 추정을 상회하는 양호한 실적을 기록. 유배당 연금보험 손실계약비용 부담이 완화되어 보험손익이 개선되었고, 자회사 배당금 수익 증가로 투자이익도 증가한 데 기인

신계약 CSM은 6,580억원(QoQ -15.7%, YoY -23.3%)로 다소 부진. 회사가 강조하는 건강보험 신계약 비중은 사상 최고 달성하였으나 사망보장이 크게 축소된 까닭. 단기납종신상품 환급율 하락으로 고객 수요 감소하고 해지율 가정이 강화되면서 배수 역시 크게 하락했기 때문. 다만 건강보장상품 신계약 CSM은 4,880억원(QoQ +3.5%, YoY +6.3%)으로 배수 역시 16.3배 유지되며 양호한 흐름. 특히 4월 보험료 인상하지 않았기 때문에 가격 인상한 손해보험사 대비 경쟁력 있어 2분기에도 매출은 높은 수준이 유지되는 것으로 파악

CSM조정은 해지율 영향 -2,000억원 있었으나 연령대별 손해를 적용 중 사망 담보 마진 개선 영향 +2,750억원 반영되어 -57억원 기록, 이에 따라 기말 CSM잔액은 13.3조원으로 4분기 대비 +4,070억원 순증하였음

LTFR 하락, 최종관찰만기 확대 반영되었으나 전자 및 채권 등 금융자산 평가 이익 증가하여 기말 K-ICS비율은 4분기 대비 -4.9%p 하락한 180% 유지

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022	2023	2024	2025E	2026E
보험손익	-4,371	1,449	542	1,507	1,704
투자손익	7,755	1,110	3,265	2,904	2,993
순이익	1,587	1,895	2,107	2,441	2,637
YoY	8.0%	19.4%	11.2%	15.9%	8.0%
기말 CSM		12,393	13,081	13,396	13,734
ROE	8.33	4.47	6.86	7.07	7.12
PBR	0.64	0.27	0.61	0.44	0.41
PER	7.65	6.01	8.83	6.22	5.76
DPS	13,000	3,700	4,500	5,500	6,000

자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

표 1. 삼성생명 분기 실적 요약

(단위:
십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	QoQ	YoY
보험서비스손익	268.0	443.6	475.3	-645.1	277.9	흑전	3.7%
CSM 손익	317.0	345.0	403.6	-217.0	298.4	흑전	-5.9%
RA 환입	80.0	79.7	82.1	79.7	85.2	6.9%	6.5%
예실차	-14.0	59.6	35.3	-289.1	-6.4	적지	적지
기타	-115.0	-40.7	-45.7	-218.6	-99.3	적지	적지
투자손익	563.0	550.1	417.2	741.8	564.6	-23.9%	0.3%
(연결적용)	633.0	974.1	731.1	926.6	598.6	-35.4%	-5.4%
일반보험 투자손익	163.0	78.5	94.1	554.2	191.2	-65.5%	17.3%
변액보험 투자손익	83.0	44.3	22.3	40.4	10.0	-75.2%	-88.0%
퇴직보험 투자손익	-25.0	-12.7	-16.4	-25.0	-2.1	적지	적지
연결/지분법 배당수익	272.0	16.0	3.3	-12.6	331.5	흑전	21.9%
연결효과	70.0	424.0	313.9	184.8	34.0	-81.6%	-51.4%
세전이익	830.8	993.8	892.5	96.7	842.5	771.4%	1.4%
당기순이익	663.3	788.8	713.8	94.3	677.5	618.4%	2.1%
지배지분 순이익	622.1	746.4	673.6	64.7	635.3	882.0%	2.1%

자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

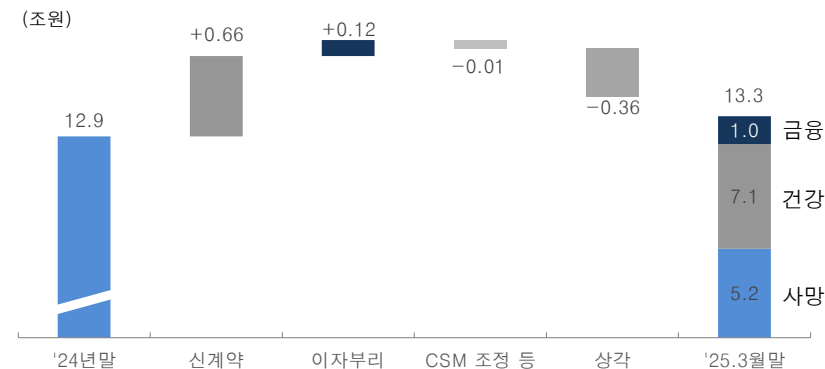
표 2. 삼성생명 CSM 관련

(단위:
십억원, 배)

CSM 관련	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	QoQ	YoY
신계약 CSM	858	788	835	780	658	-15.7%	-23.3%
- 사망 보장	335	300	274	277	154	-44.3%	-53.9%
(APE)	535	346	424	469	396	-15.5%	-26.0%
- 건강 보장	459	435	520	471	488	3.5%	6.3%
(APE)	315	316	383	344	369	7.1%	17.0%
- 연금/저축	64	53	41	31	16	-50.1%	-75.6%
(APE)	164	148	227	187	107	-42.6%	-34.4%
이자부리	112	116	116	125	116	-7.3%	3.8%
가정변경 조정	-361	-354	-324	-666	-6		
기말 CSM	-351	-357	-361	-301	-361		
CSM 배수율	12,505	12,698	12,963	12,902	13,309	3.2%	6.4%
건강보험	17.4	16.3	16.1	16.4	16.3	0.3	-7.3
사망보장	7.60	10.00	7.56	7.24	5.06	-0.3	-6.0
연금/저축	3.35	2.98	1.73	1.57	3.02	-0.2	-2.3

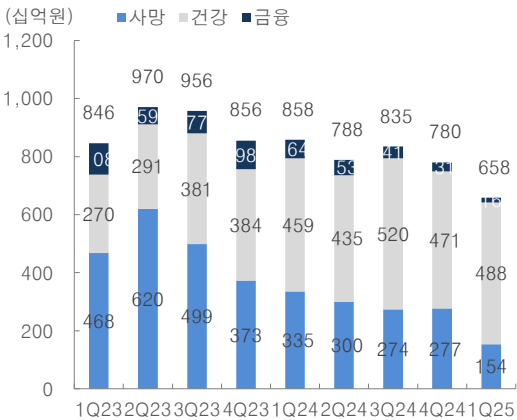
자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 1. 삼성생명 CSM Movement



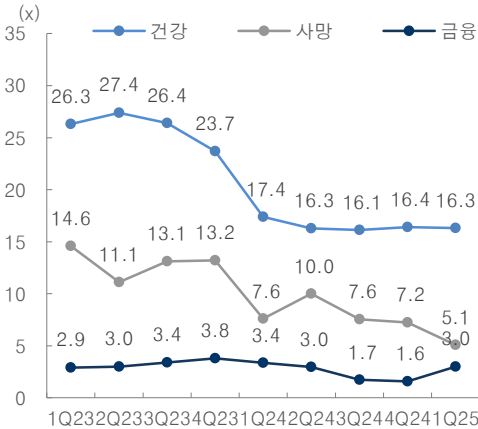
자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 2. 삼성생명 담보별 신계약 CSM



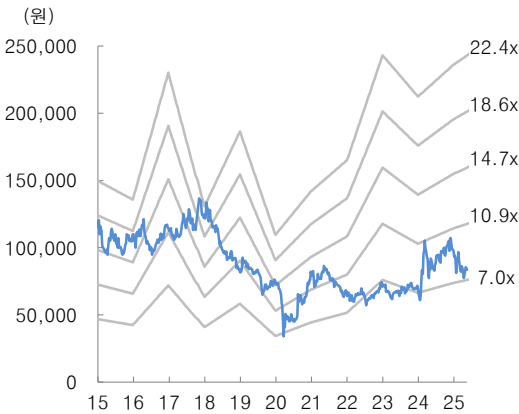
자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 3. 삼성생명 상품별 CSM 배수



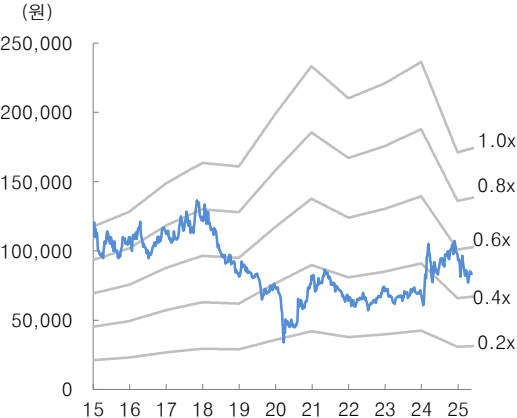
자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 4. 삼성생명 PER 밴드



자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 5. 삼성생명 PBR 밴드



자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

재무제표

PL	(단위: 십억원)					BS	(단위: 십억원)				
	2022	2023	2024	2025E	2026E		2022	2023	2024	2025E	2026E
보험서비스손익	-4,371	1,449	542	1,507	1,704	일반계정 운용자산	259,555	219,659	213,790	224,057	231,580
CSM손익		1,302	849	1,352	1,530	현예금		2,913	1,629	1,758	1,829
RA환입		468	321	335	333	금융자산		205,185	199,651	210,906	218,312
예실차		-159	-208	59	16	- FVPL		17,571	21,372	23,300	24,246
기타		-163	-420	-239	-175	- FVOCI		151,194	145,684	155,957	162,290
투자손익	7,755	232	2,272	1,948	2,037	- FVAC		36,419	32,595	31,649	31,776
일반보험 투자손익		-87	890	665	799	지분법적용 주식 등		7,728	8,595	7,423	7,453
자산손익		6,052	6,301	6,456	6,731	부동산 등		3,834	3,915	3,970	3,986
부담이자	-6,139	-5,410	-5,410	-5,593	-5,903	변액자산		27,542	25,795	25,579	25,589
변액보험 투자손익		12	190	54	59	퇴직자산		27,949	29,829	29,706	29,718
퇴직보험 투자손익		52	-79	-8	-8	연결조정		39,546	42,806	44,985	44,985
연결/지분법 배당수익		255	279	380	380	자산 합		314,696	312,219	324,328	331,872
연결효과		878	993	957	957	보험부채		190,261	203,097	224,490	247,266
세전이익		2,559	2,814	3,454	3,741	BEI		174,906	186,948	208,040	230,477
법인세비용		525	553	844	935	CSM		12,393	13,081	13,396	13,734
당기순이익		2,034	2,260	2,610	2,805	RA		2,873	2,980	2,965	2,965
지배자분연결 당기순이익	1,587	1,895	2,107	2,441	2,637	기타		89	89	89	89
Valuation	2022	2023	2024	2025E	2026E	투자계약부채		29,308	30,298	29,673	29,685
BPS	106,103	236,314	171,141	192,193	206,141	계약자지분조정		10,510	7,298	8,648	8,648
EPS	8,837	10,554	11,732	13,595	14,683	이연법인세부채		7,210	2,718	2,341	2,341
ROE	8.33	4.47	6.86	7.07	7.12	연결조정 등		33,072	36,068	37,642	37,642
PBR	0.64	0.27	0.61	0.44	0.41	부채 합	315,549	270,361	279,481	302,793	325,581
PER	7.65	6.01	8.83	6.22	5.76	자본금		100	100	100	100
DPS	3,000	3,700	4,500	5,500	6,000	자본잉여금		125	125	125	125
현금배당	538.7	664.4	808.1	987.7	1,077.4	이익잉여금		17,978	19,420	20,294	22,931
배당성향	33.9	35.1	38.4	40.5	40.9	자본조정		-2,117	-2,117	-2,117	-2,117
배당수익률	4.4	5.8	4.3	6.5	7.1	기타포괄손익 누계액		26,350	13,205	17,927	17,927
증가율	2022	2023	2024	2025E	2026E	금융자산 평가손익		6,000	6,000	6,000	6,000
보험서비스손익			-62.6%	178.1%	13.1%	전자주식		18,000	18,000	18,000	18,000
CSM손익			-34.8%	59.3%	13.2%	채권		-12,000	-12,000	-12,000	-12,000
순이익	8.0%	19.4%	11.2%	15.9%	8.0%	기타포괄 보험금융손익		20,350	7,205	5,927	5,927
운용자산	-7.1%	5.3%	-2.7%	4.8%	3.4%	비지배지분		1,900	2,005	1,980	1,980
CSM			5.6%	2.4%	2.5%	자본 합		44,336	32,738	36,329	38,966
자본총계	-49.6%	14.5%	-26.2%	11.0%	7.3%	지배주주 자기자본	19,053	42,436	30,733	34,513	37,018

자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

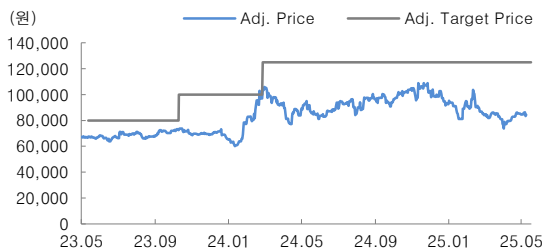
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:박혜진)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

삼성생명(032830) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.05.19	25.05.14	25.04.24	25.03.18	25.02.20	25.02.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000
과리율(평균.%)			(30.58)	(30.37)	(27.97)	(26.24)
과리율(최대/최소.%)			(17.12)	(17.12)	(17.12)	(17.12)
제시일자	25.01.16	25.01.10	24.12.31	24.12.28	24.11.29	24.11.21
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000
과리율(평균.%)	(27.16)	(25.62)	(25.37)	(24.16)	(21.89)	(22.50)
과리율(최대/최소.%)	(22.72)	(23.84)	(23.84)	(24.16)	(12.80)	(12.80)
제시일자	24.11.16	24.11.04	24.10.14	24.10.03	24.09.25	24.09.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000
과리율(평균.%)	(22.99)	(23.24)	(23.79)	(24.87)	(25.01)	(24.99)
과리율(최대/최소.%)	(12.96)	(16.08)	(16.96)	(19.60)	(19.60)	(19.60)
제시일자	24.09.05	24.08.30	24.08.16	24.08.02	24.07.16	24.07.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000
과리율(평균.%)	(25.05)	(25.65)	(26.06)	(26.82)	(25.84)	(26.87)
과리율(최대/최소.%)	(19.60)	(19.60)	(21.84)	(22.80)	(22.80)	(24.08)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:250514)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.1%	6.9%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상